

公司法 實務研究

第四期

(内部学习资料)



宁波市律师协会公司法专业委员会

2025年12月

目 录

公司法常见诉讼类型及裁判规则专栏

第四期 公司股权转让纠纷.....1

公司法实务论文专栏

龚旭：混改公司国有股东控制权行使的边界冲突与法律规制——基于合并财务报表要求的实证分析.....23

公司法典型案例评析

代某某诉某资产公司等公司减资纠纷案【本案系 2024 年度四川法院商事审判十大典型案例之一】.....36

某投资公司与某传媒公司股权转让合同纠纷案【本案系广东法院 2024 年度商事金融十大案例之一】.....38

公司法常见诉讼类型及裁判规则

第四期 公司股权转让纠纷

目 录

一、本期导读	3
1.前言	3
2.公司股权转让纠纷常见类型概述	3
3.本期法条索引	5
二、股权转让合同的效力认定	8
1.国有股权转让未履行法定程序的效力认定	8
2.婚姻关系存续期间夫妻一方擅自转让股权的效力认定	9
3.名义股东未经实际出资人同意转让股权的效力认定	10
4.瑕疵出资的股权转让的效力认定	11
5.侵犯优先购买权的股权转让合同效力	11
6.公司章程限制/禁止股权转让的效力认定	12
7.股权转让中“阴阳合同”的效力	12
8.涉外商投资的股权转让合同效力	12
三、股权转让合同履行纠纷	13
1.股权变更时间节点确认	13
2.分期付款股权转让合同的解除适用	13

3.转让人对公司财产虚假陈述的责任承担	14
4.受让人对目标公司债务及担保的审慎注意义务	14
5.未办理股权变更登记的合同解除权认定	15
6.目标公司已注销或破产，违约方以无法履行为由主张股权转让协议解除 ...	15
7.股权转让合同解除后转让股权问题	15
8.出资期限届满前转让股权的原股东对公司债权人的责任	16
9.股权转让合同受让人受领股权后已将股权再次转让，以转让人抽逃出资为由 解除合同	17
10.转让人未结清转让前公司债务，是否需要向受让人承担违约责任	18
四、侵犯其他股东优先购买权纠纷	18
1.其他股东优先购买权的行使	18
2.损害优先购买权行为的认定	19
3.转让股东放弃转让的效力认定	19
4.非交易性事由（继承、离婚）引发股权转让的优先购买权行使	19
5.股权对外赠与情形下的优先购买权	20
6.对赌协议项下触发回购条件时其他股东的优先购买权行使	21

一、本期导读

1.前言

新《公司法》已于 2024 年 7 月 1 日起正式实施，对股权转让制度进行了系统性完善，尤其在股东优先购买权的行使程序、瑕疵股权转让的责任认定、未实缴出资股权转让后的责任承担等方面作出了更清晰的规定，进一步平衡了股东权利保护与公司交易秩序维护之间的关系。股权转让作为公司资本流动与股东退出的核心机制，相关纠纷在实践中日益多发，且呈现出主体多元、法律关系交织的复杂特点。

本期旨在系统梳理股权转让纠纷中的常见法律问题，结合司法案例，归纳各类纠纷的审查逻辑与裁判规则，为实务工作者提供参考。

2.公司股权转让纠纷常见类型概述

经检索近年来此类司法案例，我们可以发现，在处理公司股权转让纠纷时是根据争议的核心法律关系以及瑕疵情形进行分类的，故在提起股权转让纠纷诉讼之前首先要分析判断涉案争议应归入哪种类型，并且审查顺序在逻辑上具有一定的递进关系。

股权转让纠纷的核心争议可分为股权转让合同效力类纠纷、股权转让合同履行类纠纷以及侵犯其他股东优先购买权类纠纷三种类型。在审查时，首先按照争议的核心法律关系将其二分“合同层面争议”与“股东权利层面争议”，之后按照争议的性质及影响程度再进一步予以区分：

（1）就“合同层面争议”，继续二分：即 1）围绕合同是否符合生效要件的争议，归入股权转让合同效力类纠纷；2）围绕合同生效后履行义务、责任承担

的争议，归入股权转让合同履行类纠纷。

（2）就“股东权利层面争议”，主要聚焦其他股东优先购买权的行使与救济，归入侵犯其他股东优先购买权类纠纷，需结合程序合规性与权利损害程度进一步区分情形：1）优先购买权被实质侵害且未获救济的，可主张权利行使或赔偿；2）优先购买权侵害情形显著轻微、未影响权利实现的，不予支持相应诉求。

从上述审查逻辑可以看出：股权转让合同效力类纠纷主要体现在对合同意思表示、要件合规性的实体审查，需判断合同是否存在无效、可撤销或未生效的事由；股权转让合同履行类纠纷主要体现在对合同义务的履行状态、违约后果的实体审查，需明确履行瑕疵的责任边界；而侵犯其他股东优先购买权类纠纷则兼具程序与实体性审查的特点，既需审查转让程序是否保障其他股东的知情权、选择权，也需判断权利侵害是否造成实质影响。三类纠纷的审查各有侧重，但均需以“维护交易安全与公司人合性平衡”为核心原则。

需要在司法实务中予以注意的是：

（1）对于股权转让合同效力类纠纷中的“未履行特殊程序”情形（如国有股权未报批、外商投资股权违反负面清单），存在例外的认定规则，即后续补正法定程序且未损害公共利益的，合同可认定为有效。

（2）对于侵犯其他股东优先购买权类纠纷中的“轻微程序瑕疵”，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释（四）》明确了“实质影响”的判断标准，也即若转让通知的瑕疵未影响其他股东知晓同等条件并行使优先购买权，则不支持其撤销合同或主张权利的诉求。从相关案例检索来看，实务中对“实质影响”的界定通常以“其他股东是否实际

丧失了按同等条件购买股权的机会”为核心标准。由此，我们也可以得出如下结论：在审查股权转让相关争议时，不仅要关注形式要件的合规性，更应遵循“实质影响”原则，即争议情形是否对交易结果或股东权利造成了实质性损害。

3.本期法条索引

《中华人民共和国公司法》第八十四条

有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。

股东向股东以外的人转让股权的，应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。

公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

《中华人民共和国公司法》第八十五条

人民法院依照法律规定的强制执行程序转让股东的股权时，应当通知公司及全体股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。其他股东自人民法院通知之日起满二十日不行使优先购买权的，视为放弃优先购买权。

《中华人民共和国公司法》第八十六条

股东转让股权的，应当书面通知公司，请求变更股东名册；需要办理变更登记的，并请求公司向公司登记机关办理变更登记。公司拒绝或者在合理期限内不予答复的，转让人、受让人可以依法向人民法院提起诉讼。

股权转让的，受让人自记载于股东名册时起可以向公司主张行使股东权利股

东依照前款规定提起诉讼的，人民法院可以应公司的请求，要求股东提供相应担保。

公司根据股东会或者股东大会、董事会决议已办理变更登记的，人民法院宣告该决议无效或者撤销该决议后，公司应当向公司登记机关申请撤销变更登记。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》

第十六条

有限责任公司的自然人股东因继承发生变化时，其他股东主张依据公司法第七十一条第三款规定行使优先购买权的，人民法院不予支持，但公司章程另有规定或者全体股东另有约定的除外。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》

第十七条

有限责任公司的股东向股东以外的人转让股权，应就其股权转让事项以书面或者其他能够确认收悉的合理方式通知其他股东征求同意。其他股东半数以上不同意转让，不同意的股东不购买的，人民法院应当认定视为同意转让。

经股东同意转让的股权，其他股东主张转让股东应当向其以书面或者其他能够确认收悉的合理方式通知转让股权的同等条件的，人民法院，应当予以支持。

经股东同意转让的股权，在同等条件下，转让股东以外的其他股东主张优先购买的，人民法院应当予以支持，但转让股东依据本规定第二十条放弃转让的除外。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》

第十八条

人民法院在判断是否符合公司法第七十一条第三款及本规定所称的“同等条

件”时，应当考虑转让股权的数量、价格、支付方式及期限等因素。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》

第十九条

有限责任公司的股东主张优先购买转让股权的，应当在收到通知后，在公司章程规定的行使期间内提出购买请求。公司章程没有规定行使期间或者规定不明确的，以通知确定的期间为准，通知确定的期间短于三十日或者未明确行使期间的，行使期间为三十日。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》

第二十条

有限责任公司的转让股东，在其他股东主张优先购买后又不同意转让股权的，对其他股东优先购买的主张，人民法院不予支持，但公司章程另有规定或者全体股东另有约定的除外。其他股东主张转让股东赔偿其损失合理的，人民法院应当予以支持。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》

第二十一条

有限责任公司的股东向股东以外的人转让股权，未就其股权转让事项征求其他股东意见，或者以欺诈、恶意串通等手段，损害其他股东优先购买权，其他股东主张按照同等条件购买该转让股权的，人民法院应当予以支持，但其他股东自知道或者应当知道行使优先购买权的同等条件之日起三十日内没有主张，或者自股权变更登记之日起超过一年的除外。

前款规定的其他股东仅提出确认股权转让合同及股权变动效力等请求，未同时主张按照同等条件购买转让股权的，人民法院不予支持，但其他股东非因自身

原因导致无法行使优先购买权，请求损害赔偿的除外。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》

第二十二条

通过拍卖向股东以外的人转让有限责任公司股权的，适用公司法第七十一条第二款、第三款或者第七十二条规定的“书面通知”“通知”“同等条件”时，根据相关法律、司法解释确定。

在依法设立的产权交易场所转让有限责任公司国有股权的，适用公司法第七十一条第二款，第三款或者第七十二条规定的“书面通知”“通知”“同等条件”时，可以参照产权交易场所的交易规则。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国外商投资法〉若干问题的解释》

第四条

外国投资者投资外商投资准入负面清单规定限制投资的领域，当事人以违反限制性准入特别管理措施为由，主张投资合同无效的，人民法院应予支持。

人民法院作出生效裁判前，当事人采取必要措施满足准入特别管理措施的要求，当事人主张前款规定的投资合同有效的，应予支持。

二、股权转让合同的效力认定

1. 国有股权转让未履行法定程序的效力认定

《企业国有资产法》第五十一条至第五十七条对国有资产转让的具体流程进行了规定。如该国有股权转让将导致国家对该企业不再具有控股地位的，应报请本级人民政府批准。同时国有股权转让时应依法对股权进行评估，除按照国家规定可以直接协议转让的以外，应在依法设立的产权交易场所公开进行。如依法应办理批准手续但未办理批准手续的，《全国民商事审判工作会议纪要》（2019年

11月8日)第37条对此已予以明确,该股权转让合同属于成立但未生效的合同。

《企业国有资产法》第五十四条规定,通常情况下国有资产转让应在依法设立的产权交易场所公开进行。如未在规定交易场所进行交易的,该国有资产交易是否为正当转让存疑。《企业国有资产法》第五十四条系规制合同签订前的行为,客观上是通过在规定场所交易确保国有资产交易的程序以及价格妥当,如违反上述规定,将导致无法实现强制性规定的立法目的,故未在依法设立的产权交易场所进行股权转让,致使国有资产流失,或者国家利益、社会公共利益受损的,应认定该股权转让合同无效。国有股权转让未进行评估的,违反了《企业国有资产法》第五十五条“国有资产转让应当以依法评估的、经履行出资人职责的机构认可或者由履行出资人职责的机构报经本级人民政府核准的价格为依据,合理确定最低转让价格”的规定,属于《民法典》第一百五十三条违反强制性规定的情形。

同时结合《合同编通则司法解释》第十六条违反强制性规定并不无效的除外情形规定,如认定违反评估程序的合同有效,将导致涉及国家利益的合同主体一方利益无法实现,将影响评估规定的规范目的实现。但在能够保证国有权益并未因转让股权未进行评估而受到损失的情况下,未经过评估程序可不作为导致合同无效的理由。

2. 婚姻关系存续期间夫妻一方擅自转让股权的效力认定

股权是股东基于其股东身份和地位而在公司中享有的复合性权利,包括资产收益权、参与重大决策和担任选择管理者等,兼具财产权与人身权属性。根据公司法规定,取得完整无瑕疵的股东资格和股东权利,应同时符合向公司出资或认缴出资这一实质要件和被记载于公司股东名册等相关要件这一形式要件。换言之,出资并非取得有限责任公司股权的充分条件,不能仅因为出资来源于夫妻共同财产而认定该股权为夫妻共同共有。当股权登记于夫妻一方名下时该股权的各项具

体权能应由股东本人独立行使，股东有权单独处分该股权。如无恶意串通损害另一方利益等导致合同无效的情形，登记为股东的一方应按合同约定履行股权转让义务，因转让该股权而取得的收益属于夫妻共同财产。但是，如果配偶有证据证明受让人与转让人恶意串通损害出让人配偶合法权益的，该配偶有权依法主张股权转让合同无效。

需要注意的是，股东进行涉及较大财产价值的股权交易时，因该行为对股东配偶有较大影响，所以配偶应配合出具同意出售的声明。如股东配偶在股权交易未完成时，其明确向股权转让受让人表示不同意履行该交易，我们倾向认为，可以由股权转让受让人向转让股东主张赔偿责任，而股权转让合同不宜继续履行。

3. 名义股东未经实际出资人同意转让股权的效力认定

名义股东与实际出资人约定由名义股东进行股权代持，虽然名义股东可以对外行使股东权利，但因该股权取得之出资由实际出资人进行，所以不宜认定名义股东可以擅自处分该股权。《公司法司法解释（三）》第二十五条明确，未经实际出资人同意名义股东擅自处分时，人民法院可以参照《民法典》第三百一十一条善意取得规定处理。善意取得制度在股权转让领域的适用，应建立在股权转让合同并非无效但股权转让行为属于无权处分的认定前提，如果股权转让合同存在无效事由，则无参照善意取得规定处理的必要。所以名义股东未经实际出资人同意对外转让股权，不导致转让合同无效，但名义股东的处分行为属于无权处分。一方面，如股权受让人明确知晓名义股东与实际出资人的股权代持约定，但仍在未取得实际出资人同意情形下受让股权，股权受让人不构成善意取得，其权利无法对抗实际出资人的权利。

另一方面，如股权受让人不知晓股权代持事宜，在股权并未转移至股权受让人时，实际出资人可向股权受让人主张权利，股权转让合同双方不能要求合同继

续履行，但股权受让人可向名义股东主张赔偿责任。需要注意的是，如交易相对方已善意取得转让的股权，实际出资人无法行使追回权，其可以向名义股东主张赔偿责任。

4. 瑕疵出资的股权转让的效力认定

虚假出资、出资不足或抽逃出资的股东与他人签订的股权转让合同的效力，应根据受让人的意思表示是否真实来处理，即以转让人对受让人是否构成欺诈确定股权转让合同的效力。如转让人隐瞒出资瑕疵的事实，受让人亦不知情，受让人有权以欺诈为由请求撤销合同，当然行使撤销权应在《民法典》第一百五十二条规定的期限内完成。如受让人知晓出资瑕疵仍自愿与转让人签订合同，则受让人无权撤销合同，还可能会与转让人一同向公司承担出资不实责任。

《公司法》（2023 年修订）第八十八条对因出资引发的股权转让双方责任承担问题进行了规定。在瑕疵股权转让不导致转让合同无效的情况，如受让人不知晓转让人未按照章程规定实缴出资或者不知晓转让人以非货币方式出资时存在未足额实缴出资，受让人可不与转让人一并承担责任。

5. 侵犯优先购买权的股权转让合同效力

《全国民商事审判工作会议纪要》（2019 年 11 月 8 日）第 9 条规定系在实际上对主张优先购买权的股东、转让股东和股权受让人三方的利益进行同等保护。一方面，如其他股东主张优先购买权，在符合规定时，可予以支持；另一方面，股权转让合同并不当然因侵犯优先购买权而无效，如无其他影响合同效力的事由，应认定该转让合同有效。其他股东行使优先购买权导致股权转让合同无法履行，股权受让人可要求股权转让人承担违约责任。基于上述规定，其他股东要求撤销股权转让合同的诉求，也缺乏法律依据，不能成立。

需要注意的是，外商投资企业的股东未经其他股东同意擅自对外转让股权，

其他股东以未征得其同意为由请求撤销股权转让合同的，根据《最高人民法院关于审理外商投资企业纠纷案件若干问题的规定（一）》第十一条、第十二条规定，可予以支持。

6. 公司章程限制/禁止股权转让的效力认定

《公司法》（2023 年修订）第八十四条第三款明确规定，公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。基于上述规定，应认定公司章程可以对股权转让进行合理限制，这属于公司自治的体现。但公司股权为股东的财产权利，公司章程不能违反法律规定，损害股东的合法权利。换言之，公司章程可以对股权转让进行合理限制，但不得绝对禁止或通过其他约定变相禁止股权转让、实质上禁止股权转让。如公司章程进行了上述规定，其损害了股东的合法权利，应认定为无效。

7. 股权转让中“阴阳合同”的效力

出于规避公司其他股东行使优先购买权、逃避国家税收以及股权工商变更登记等目的，交易双方会在股权转让时就同一交易事项签订两份甚至两份以上的交易条件不一致的合同，其中，记载双方真实交易条件并作为双方履约依据的合同为“阴合同”，交易条款并非双方真实意思表示但出示给相应国家机关进行备案或作为缴纳税款等依据的合同为“阳合同”。就上述“阴阳合同”的效力认定问题，应认定“阳合同”属于《民法典》第一百四十六条规定的“行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为”，该通谋实施的虚假意思表示无效；“阴合同”体现的是交易双方的真实意思表示，对其效力应依据该行为自身的效力要件依法认定，不应不加限制地一律否定或承认其效力。

8. 涉外商投资的股权转让合同效力

外商投资者不得投资“外商投资准入负面清单”明确禁止投资的领域。外商投资者必须采取必要措施满足准入特别管理措施的要求，才可以投资“外商投资

准入负面清单”规定限制投资的领域。

如果违反规定，境外注册成立的公司通过受让股权的方式投资“外商投资准入负面清单”明确禁止投资的领域，那么相应的股权转让协议应为无效。

三、股权转让合同履行纠纷

1. 股权变更时间节点的确认为

依据《公司法》（2023年修订）第五十六条、《全国民商事审判工作会议纪要》（2019年11月8日）第8条规定，股权转让合同中的受让人以其姓名或名称记载于股东名册为由主张已取得股权的，应依法予以支持。换言之，股权变动生效的节点以受让人记载于股东名册为准。当然，受让人记载于股东名册后，仍应要求公司为其办理工商登记，未经登记不得对抗善意第三人。实践中，存在股东名册不规范的情况，有关公司的文件如公司章程、会议纪要等，只要能够证明公司认可受让人为股东的，都可以认为产生股东名册变更的效果，在公司内部，应认定受让人为股东。受让人通过上述方式实际取得股权后，可以对内行使股东权利、参与股东会会议。

2. 分期付款股权转让合同的解除适用

《民法典》第六百三十四条规定了分期付款买卖合同的法定解除情形。分期付款买卖一般发生于经营者与消费者之间，出卖人大多数情况下已将标的物交付买受人但买受人尚未能支付全部款项，出卖人在价款回收上存在一定的风险。相反，涉分期付款买卖的股权转让合同中，即使转让人已将受让人记载于股东名册并办理变更登记，作为转让标的物的股权仍存于公司，仅有公司经营管理之好坏能够影响股权价值之高低，所以转让人一般不存在收回价款的风险。同时，一项股权交易，关联诸多方面，如其他股东对受让人的接受和信任，记载到股东名册和工商部门登记股权，社会成本和影响已经发生。从维护交易安全的角度，动辄

解除合同对公司经营管理的稳定性有不利影响。基于此，如受让人不构成根本违约或者未出现股权转让合同约定的解除情形，不宜依据《民法典》第六百三十四条确认转让人享有合同解除权。最高人民法院指导案例 67 号（即（2015）民申字第 2532 号案）对上述规则予以明确，最高人民法院公布的该案裁判要旨为：有限责任公司的股权分期支付转让款中发生股权受让人延迟或拒付等违约情形，股权转让人要求解除双方签订的股权转让合同的，不适用《合同法》第一百六十七条（《民法典》第六百三十四条）关于分期付款买卖中出卖人在买受人未支付到期价款的金额达到合同全部价款的五分之一时即可解除合同的规定。

3. 转让人对公司财产虚假陈述的责任承担

股权转让不涉及物的转让，不存在标的物品质量问题，但仍可能存在价值减少的问题。如转让人对公司财产存在虚假陈述，则对应公司财产的股权价值将难以得到保证。受让人即使受领了股权，也会因公司财产与转让人陈述不一致对股权价值有所影响，此时应认定转让的股权存在瑕疵，但该瑕疵并非权利担保中的第三人主张权利情形，而是股权交换价值的减少，应属于物的瑕疵担保责任。存在上述情形，股权受让人可要求转让人减少转让价款或者承担违约责任。但转让人对受让人所作虚假陈述导致受让人根本目的无法实现时，受让人亦可以行使合同解除权。

4. 受让人对目标公司债务及担保的审慎注意义务

如果股权转让人在移交资料中已经披露债务及担保情况，受让人接收后并未提出异议的，应认定其知晓公司债务情况。双方基于转让人披露的公司状况确定股权转让价格，是双方的真实意思。在此情况下受让人在受让股权后再以转让人隐瞒重大债务为由要求解除协议或赔偿，缺乏依据。如股权转让双方对确定股权转让价格的基础产生争议，双方亦未就目标公司的债务及担保情况的披露具体过

程签订确认文件，受让人以转让人未能如实披露为由要求解除合同的，一般不予支持。

5. 未办理股权变更登记的合同解除权认定

股权受让人依约支付股权转让款后，转让股东应通知公司将受让人记载于股东名册，待受让人被记载于股东名册或公司文件显示公司认可该受让人为公司股东后，受让人即成为公司股东。如股权转让合同约定转让人为受让人办理股权变更登记手续，转让人应积极通知公司办理股权变更登记手续，公司拒不办理时转让人或者受让人均可以起诉公司。我们倾向认为，除非股权转让合同明确约定未办理股权变更登记手续时，受让人有权解除合同，否则未办理股权变更登记手续不足以认定股权转让合同目的无法实现，在转让股东同意配合办理的情况下，受让人不享有合同解除权。

6. 目标公司已注销或破产，违约方以无法履行为由主张股权转让协议解除

《民法典》第五百八十条第二款是关于陷入合同僵局违约方可解除合同的相关规定。因目标公司已注销或破产，就双方之间的股权转让事项已存在法律上或者事实上不能履行的情形，且无法强制履行，故合同目的已无法实现，在此情况下，股权转让合同应予解除，但不影响违约方违约责任的承担。

关于损失赔偿一项，如违约方系转让人，则可将守约方已付股权转让款及相应资金占用损失作为损失赔偿考量范围。如违约方系受让人，因违约方应依约支付的股权转让款的对价为受让股权，但因目标公司注销或破产，已无法取得股权，故在此情况下，不宜将等额股权转让款作为损失进行考量，而是应根据守约方付出的相应成本、目标公司注销或破产的原因等因素综合酌情予以认定。

7. 股权转让合同解除后转让股权问题

关于股权转让合同解除后应否恢复原状，应当从商事交易的特殊性角度出发，从严把握解除权和恢复原状的适用条件。在考量股权转让合同应否恢复原状时需要考虑公司的状况，顾及公司的稳定性和人合性特征，而不是合同解除后必须恢复原状。如不宜通过恢复原状的方式解决双方纠纷，可通过赔偿损失来解决。

当然，如双方当事人之间纠纷产生的时间与股权转让协议签订的时间相隔较短，公司生产经营、股权价值未发生重大变化，可判令股权转让合同解除后恢复原状。

8. 出资期限届满前转让股权的原股东对公司债权人的责任

股东出资认缴制下，未届认缴期限的股东依法享有期限利益，但是股东不得滥用其出资期限利益，恶意逃避债务，损害公司债权人权益。股东在知道公司对外负债且无力清偿的情况下转让未届出资期限的股权，其行为损害债权人利益，有违诚实信用原则，转让股东应在认缴出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任。实践中，关于判断股东滥用期限利益转让未届认缴期股权的标准，可以从包括但不限于以下几方面进行综合判断：第一，股权转让时间。如转让股权时公司债务是否已经形成，是否处于诉讼期间或者已经处于执行程序当中。第二，公司资产是否不足以清偿债务。股东转让股权时是否知道、应当知道或者应当预见到公司资不抵债、已具备破产原因的情形。第三，转让行为是否符合市场交易规律。转让股权是否约定对价、对价是否合理，转让股权后是否交接公章、证照等材料，是否告知公司资产、债务等情况。第四，其他因素。例如，受让股东是否具备出资能力、偿债能力和经营能力，受让后是否有实际参与经营活动；再如，原股东是否仍实际控制公司等。

《公司法》（2023年修订）第五十四条和第八十八条进行了明确规定，一方面，公司不能清偿债务时债权人可要求股东提前缴纳出资；另一方面，受让人未

按期足额缴纳出资的，转让人应就未按期缴纳的出资承担补充责任。所以，股权转让前转让人认缴出资部分未进行实缴或未能全部实缴时，无论转让人是否存在逃废债的故意，只要受让人在公司不能清偿债务时无法履行未实缴部分的出资义务，那么转让人就需要对其转让未实缴出资部分承担补充责任。相较于此前的司法实践认定，《公司法》（2023 年修订）的规定加重了转让人在股权转让时的审慎义务，也明确转让人的责任劣后于受让人的责任，但并未明确转让人恶意转让时的责任承担规则。在尚未有明确法律或者司法解释规定时，我们倾向认为，沿用此前关于恶意转让的认定思路，当认定转让人恶意转让股权时，依据共同侵权的有关法律规定判令转让人与受让人就补充赔偿责任承担连带责任。至于股东提前缴纳出资的方式，是按照入库原则向公司支付出资款还是按照直接清偿原则向债权人支付，在出台司法解释等明确意见前，我们倾向于参考债权人代位权的规则，由未出资股东向债权人直接支付。

之所以如此认为，是因为公司不能清偿债务时，根据《公司法》（2023 年修订）的规定，公司有权要求股东提前出资，但公司怠于向股东主张时债权人可以要求股东提前缴纳出资，此时便与债权人代位权的行使有高度重合，同时直接清偿也有利于提高债权人的积极性。当然，如果其他债权人也向股东主张权利，发现包括股东出资在内的财产仍不足以清偿公司到期债务时，在后主张债权人可申请公司破产避免己方得不到受偿。

9. 股权转让合同受让人受领股权后已将股权再次转让，以转让人抽逃出资为由解除合同

受让人已将股权对外转让，一方面，应认定其已实际行使股东权利，另一方面，其在合同解除后客观上亦无法将股权返还给转让人。所以如受让人与转让人明确约定转让人应保证注册资本实缴的情况下，受让人有证据证明转让人在转让前存在抽逃出资的行为，可要求转让人承担赔偿责任。同时，关于原股东在持股

期间存在抽逃出资行为，公司或者其他股东亦可追究原股东责任。

10. 转让人未结清转让前公司债务，是否需要向受让人承担违约责任

股权转让协议的双方在协议中明确约定各方对转让前后的债务承担，股权转让双方应依约履行。债权人要求公司承担责任时，受让人以其与转让人的约定作为抗辩，理由不能成立。如股权受让人在受让后发现公司需负担转让前未结清的债务，可向转让人主张违约责任。违约赔偿责任应以实际损失为限，可通过股权受让人股权比例、股权转让金额等因素综合确定。实际损失可参照下述公式确定，即实际损失=隐瞒债务的数额×股权转让价格/双方确定公司的总资产数额。

四、侵犯其他股东优先购买权纠纷

1. 其他股东优先购买权的行使

其他股东如认为转让股东损害其优先购买权，首要救济方式应当是按照同等条件购买转让股权。如其他股东仅是要求确认股权转让合同及股权变动效力等而未同时要求按照同等条件购买转让股权的，其诉讼请求不能得到支持。当然有可能转让股东没有通知其他股东股权转让事宜，其他股东如未在知道或者应当知道行使优先购买权的同等条件之日起三十日内或者自股权变更登记之日起一年内提出主张，则相关权利得不到法院支持。如股权变更至受让人名下到其他股东发现的时间已超过一年，其他股东无法行使优先购买权，但不影响其因优先购买权无法行使向股权转让人主张损害赔偿责任。如股权受让人起诉股权转让人配合办理股权转移登记手续时，其他股东知晓该诉讼后主张优先购买权，应申请以第三人身份参与诉讼，并同时主张在同等条件下行使优先购买权。其他股东在知晓上述诉讼后，不宜再另案主张行使优先购买权。

需要注意的是，如转让人之外的一位股东主张优先购买权的，可向转让人了解其是否通知全部股东，法院亦可以通知其他股东到庭说明情况。如其他股东亦

要求行使优先购买权，可在征求现有原告的意见后，追加其他股东为共同原告或者具有独立请求权第三人。

2. 损害优先购买权行为的认定

股东对外转让股权时未通知其他股东，属于损害其他股东优先购买权的行为。股东名义上以较高的价格将股权转让给非股东主体，实际上却以较低的价格与非股东主体履行股权转让合同，亦可认定为损害其他股东优先购买权的行为。股东首次转让部分股权时以较高的价格将股权转让给非股东主体，客观上阻却其他股东行使优先购买权，但较短时间内再次转让剩余股权时却以较低的价格转让给此前受让股权的非股东主体，亦可认定恶意串通损害其他股东优先购买权的行为。

3. 转让股东放弃转让的效力认定

除非公司章程和全体股东有其他约定，转让股东一般可以在其他股东行使优先购买权时放弃转让。如转让股东多次在其他股东行使优先购买权时放弃转让的，既有可能因为滥用权利而导致反悔权被给予否定性评价，也需对因反悔行为导致行使优先购买权股东造成的损失承担赔偿责任。

4. 非交易性事由（继承、离婚）引发股权转让的优先购买权行使

《公司法》（2023 年修订）第九十条规定“自然人股东死亡后，其合法继承人可以继承股东资格；但是，公司章程另有规定的除外。”自然人股东死亡是必然会发生的事情，如各股东基于人合性考虑完全可以在公司章程中明确规定自然人股东死亡后继承人可取得股权对价而非直接继承股权。如公司章程中未进行限制，我们认为其他股东不得因优先购买权而限制死亡自然人股东的继承人通过继承方式取得公司股权。除了继承这种情形外，在公司章程未进行限制时，公司法并没有明确在以非交易的方式将股权由现股东名下转移到非股东主体名下时其

他股东能否行使优先购买权。

有观点认为，其他股东优先购买权仅在股权因交易产生转让时才产生，即公司法所规定的转让不包括交易之外的事由导致股权主体变更的情形。我们倾向认为，除非法律明确规定或者章程明确限制的情形下，都应允许其他股东在股权主体发生变更时行使优先购买权。公司法在规定股权转让有关内容时，亦在该部分讨论继承引发股东资格变更的情形，并进行例外规定，即公司章程没有限制的情形下公司法亦不以允许其他股东享有优先购买权的方式限制股东资格继承。既然继承引发的股权变更亦属于交易之外的事由导致股权转让的情形，所以体系解释的视野下，没有理由将转让仅限定为因交易产生的转让情形，还应包括因继承、离婚等产生股权主体变更的情形。对于章程没有限制转让但公司法亦没有明确排除优先购买权的情形下，为维护公司人合性，应允许其他股东行使优先购买权。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉婚姻家庭编的解释（一）》第七十三条对夫妻离婚时一方名下公司股权处分处理进行了规定，根据该规定显示，除非配偶也是公司股东时不存在优先购买权的问题，如配偶并非公司股东时，其他股东可以行使优先购买权。至于该情形下同等条件如何确定，因涉及夫妻关系等身份因素，可根据案件的具体情况，对案涉股权进行价格评估后合理确定同等条件。涉及股权价格确定后，主张行使优先购买权的其他股东向股东配偶支付对价后可取得公司股权。

5. 股权对外赠与情形下的优先购买权

《公司法》（2023 年修订）第八十四条明确规定，股东向股东以外的人转让股权的，其他股东可在同等条件下主张优先购买权。该处的同等条件包括股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项。实践中部分观点认为，股权赠与的情形下，双方并不存在交易对价，因而不存在同等条件，其他股东不应享有优

先购买权。法律规定的对外转让并未明确排除股权赠与的情形。夫妻离婚时股权转让亦非股权对外交易，但相关规定亦明确夫妻离婚转让股权时其他股东也享有优先购买权，所以不得以有偿转让的发生作为优先购买权产生的充分必要条件。

同时，有限责任公司具有且侧重于人合性，优先购买权的规定正是立法者为了维护公司股东之间的信赖关系所作出的保障性规定，所以如股权赠与时其他股东不享有优先购买权，新加入股东与其他股东未必能良好合作，势必影响公司人合性。其他股东主张名为股权赠与实为有偿股权转让，也将会负担较重的举证责任，实践中难以操作。综合上述因素，我们认为股东对外赠与股权时，其他股东能行使优先购买权。至于该情形下同等条件如何确定，可根据案件的具体情况，对案涉股权进行价格评估后合理确定同等条件。涉及股权价格确定后，主张行使优先购买权的其他股东可根据股东的指示将对价支付给股权受赠人后取得公司股权。

6. 对赌协议项下触发回购条件时其他股东的优先购买权行使

“对赌协议”又称估值调整协议，指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息的不对称以及投资成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议，是私募股权投资中常用的投资方法。对赌条款是投资方为保障资金安全及利益的最大化所设定的投资条件，在目标公司未完成对赌目标时多设定以股权回购方式要求对赌方回购投资方持有的目标公司股权，实质为附条件的股权转让行为。该股权转让是对赌方在对赌失败后被动性受让投资方股权的合同约定，应属有效。

对赌股权回购不同于一般股权转让，一般不宜适用股东优先购买权规则对其进行限制。一方面，其他股东主动行使优先购买权的可能性较低。对赌协议约定股权回购条件，投资方决定要求对方回购股权前，也会对其继续持有股权的利益

与要求回购后享有的利益进行对比，只有在后者大于前者时才可能要求回购。彼时，股权价值往往大打折扣，投资方选择回购才符合其客观利益，同时其他股东行使优先购买权不符合其客观利益。另一方面，投资方基于投资协议成为目标公司股东时，目标公司全体股东对其投资目的及对赌协议往往是明知的，即使对赌协议约定的对赌主体非目标公司股东，也可推定目标公司股东对于对赌失败后投资方转让股权的行为是知晓并同意的，因此，即使受让主体为股东之外的第三人，也视为目标公司股东放弃优先购买权。

【备注：以上内容主要源自北京二中院发布的股权转让纠纷指引】

混改公司国有股东控制权行使的边界冲突与法律规制

——基于合并财务报表要求的实证分析

作者：浙江永敬成律师事务所 龚旭

【本文获 2025 年度宁波市律师论坛论文三等奖】

摘要：混合所有制改革的核心目标在于通过引入民营资本激发企业活力，但实践中普遍存在国有股东控制权行使边界冲突的问题，尤其表现为国有股东要求将混改公司财务报表合并入国有股东的财务报表。本文以此为切入点，通过实证分析笔者所服务的县域某大型国企混改案例，揭示当前混改困境的根源在于“形式混改、实质管控”，即国有股东虽持股比例较低，却仍通过“协议控制”“表决权让渡”等方式满足会计准则中“控制权”的认定标准，进而实现并表目的，美化母公司财务报表。针对这一问题，本文提出“有限控制”治理模式，在合资协议或公司章程中明确国有股东权限边界，以“股权比例+实际影响力”作为控制权认定的标准，避免国有股东为满足合并报表要求而“越位”。

关键词：混合所有制改革、国有企业、公司控制权、合并财务报表

一、引言

随着党的十八届三中全会提出积极发展混合所有制经济以来，国有企业混合所有制改革进入全面深化提升阶段。在混合所有制改革、推进和加快改革步伐、国有资产监管等方面，国有企业取得长足发展，为我国国民经济的持续健康发展作出了重要贡献。三十多年来，中国改革开放实践始终面临的一个难题是，在国有资本和非国有资本共同构成的市场中，如何在符合市场机制规律的前提下对二

者之间的关系进行妥善处理¹。特别是在国企混改实践中，国有股东控制权行使边界模糊问题逐渐凸显，其中国有股东为满足合并财务报表要求而强化控制权产生“越位”的现象尤为突出。国有股东为将混改公司纳入合并报表范围，往往突破股权比例限制，通过非股权手段实现对企业的实质控制，这不仅违背了混改“激发企业活力”的初衷，更引发了与民营股东的利益冲突，阻碍混改企业的市场化发展。

从理论层面看，现有研究多聚焦于混改企业的股权结构、治理效率等宏观领域，对国有股东控制权行使微观领域缺乏深入探讨。鉴于此，笔者试图厘清国有股东控制权行使边界冲突，以此有助于完善混改公司治理顶层设计；在实践中，可为化解混改困境、促进混改公司良性发展提供可行路径，对深化提升国企改革具有现实意义。

本文以笔者所服务的某大型国企实际混改案例为研究样本，结合实证研究法，通过研究公司章程、股东会决议、治理结构、财务报表等一手资料，对国有股东控制权行使行为进行分析。本文的创新点体现在两个方面：其一，研究视角创新，从合并财务报表的角度进行切入，揭示国有股东控制权行使的深层动机与边界冲突根源；其二，提出“有限控制”治理模式，突破传统“股权至上”的控制权认定逻辑，构建“股权比例+实际影响力”的动态认定标准，为混改企业治理提供新路径。从而既能实现混合所有制改革的初衷，同时又能实现国有股东将混改公司合并财务报表的目的。

二、混改公司国有股东控制权行使的理论基础

¹ 刘大洪、段宏磊：《混合所有制、公私合作制及市场准入法的改革论纲》，载《上海财经大学学报》，2017年第19期第5版

（一）混合所有制改革的内涵与目标

混合所有制改革作为我国经济体制改革进程中的关键举措，有着丰富的内涵与明确的目标指向。从内涵来看，混合所有制改革是在保持国有经济主导地位的基础上，允许并鼓励民营企业、外资企业及其他非国有经济成分参与国有企业的改制、重组与运营，从而构建多种所有制经济相互融合、共同发展的经济格局。这一改革会涉及到产权结构的深度调整、股权多元化的推进以及公司治理结构的优化等多个层面。在宏观上来看，它打破了传统所有制的界限，促使不同性质的资本在企业内部相互交织、协同运作。在微观上来看，混合所有制改革意味着企业内部产权主体的多元化，国有资本与非国有资本交叉持股，形成“你中有我、我中有你”的产权结构。这种结构的形成，改变了以往国有企业产权单一的局面，为企业治理带来了新的元素与活力。

混合所有制改革是公有制与市场经济深度融合的制度创新，通过引入民营资本实现股权多元化，旨在打破国有企业“一股独大”的治理格局。其核心目标包括三个层面：一是提升企业效率，利用民营资本的灵活性和市场敏感性，优化资源配置；二是完善公司治理，通过多元股东制衡机制，建立现代企业制度；三是实现战略协同，推动国有资本向关键领域集中，发挥国有经济的战略支撑作用。

（二）国有股东控制权的相关理论

1. 控制权的定义与认定标准

控制权的认定在不同学科领域存在差异。在会计学或者财务领域，根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》（2014 修订版）的规定，合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定；控制，是指投资方拥有对被投资方的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方

的权力影响其回报金额。分析上述规定可知，控制权需同时满足“权力”“可变回报”“权力与回报关联”三个要素。在法学领域，公司法将控制权与股权比例、董事会席位、重大事项决策权等直接挂钩，通常认为持股超过 50%或能够决定董事会多数成员选任的股东拥有控制权。然而，在混合所有制改革中，“协议控制”“表决权委托”等新型控制方式对传统认定标准形成挑战，亟需构建更具适应性的理论框架。控制权的本质不在于持股比例，而在于实际支配能力。即使股东持股比例不足 50%，若通过协议安排、董事会控制或关键资源供给等方式能够主导公司重大决策，仍应认定为实际控制人²。

2. 国有股东控制权行使的方式与特点

国有股东控制权行使呈现“双轨制”特征：一方面通过股权控制、人事任免等传统方式实现对企业的直接干预；另一方面依托政策资源、行业准入等优势，对企业战略决策施加间接影响。例如，在基础设施建设领域，国有股东常以资源提供方的身份，引导混改企业优先承接政府项目，这种“超股权”影响力加剧了控制权行使的复杂性。此外，国有股东肩负保值增值、产业政策落实等多重目标，使其控制权行使需平衡经济效益与社会效益，进一步增加了治理难度。

3. 合并财务报表与国有股东控制权的关系

合并财务报表作为反映企业集团整体财务状况的核心工具，其编制逻辑紧密围绕控制权展开。根据会计准则，当投资方对被投资方拥有控制权时，需将其纳入合并范围。这一规则使国有股东产生强烈的“并表冲动”，因为合并报表不仅能美化集团财务数据，还能增强国有资本在资本市场的话语权。然而，这种基于财务目标的控制权争夺，往往导致国有股东忽视民营股东权益，形成“重报表合

² 刘俊海：《现代公司法》，法律出版社，2015 年 9 月第 3 版，第 215 页

并、轻治理融合”的治理悖论。

三、混改公司国有股东控制权行使边界冲突的表现与原因

（一）边界冲突的具体表现

1. 国有股东“越位”管控

在笔者接触到的实际混改案例 A 中，国有股东持股比例虽仅为 40%，但通过与其他小股东签订表决权委托协议，实际控制了 65% 的表决权。不仅在章程中明确约定表决权的比例，也在《合资协议》中明确表明并表要求。以至于在实施重大决策时，仍然需要按照国有控股企业的流程实施，并未发挥混改公司应有的灵活性与效率性。

在笔者接触到的实际混改案例 B 中，国有股东主导了混改公司 90% 以上的主营业务，国有企业既有股东的身份，同时又是实际业务相对方。这种“超股权”控制导致企业战略偏离市场导向，民营股东提出的降本增效方案多次被否决。调研显示，超过 60% 的混改企业存在国有股东‘双重身份’问题（既当股东又当业务合作方），这种角色冲突导致企业决策偏离市场化轨道，民营股东提案通过率不足 30%³。

2. 民营股东权益受损

国有股东的过度干预直接损害了民营股东的合法权益。在笔者接触到的实际混改案例 C 中，混改公司连续三年将 60% 以上的净利润用于国有股东主导的再投资项目，混改公司基本不分红或者很少进行分红。而在笔者接触到的实际混改案例 D 中，混改公司共有 5 个董事席位，但是民营股东仅占 2 席，且在涉及对外投资、重大交易等关键议题上缺乏实质话语权，导致其参与混改的积极性大幅下降。

³ 黄速建：《混合所有制改革的逻辑》，经济管理出版社，2018 年 10 月第 1 版，第 90 页。

（二）基于合并财务报表要求的冲突分析

1. 国有股东为实现并表采取的手段

为满足会计准则中控制权认定标准，国有股东主要采用两种手段：一是通过表决权委托、一致行动人协议等方式，人为提升对混改公司的控制比例；二是在公司章程中设置特殊条款，如将重大决策表决权门槛提高至三分之二以上，确保国有股东拥有一票否决权。在前文所述的 A 案例中，国有股东通过与三家小股东签订表决权委托协议，使自身表决权从 40% 提升至 65%，成功实现并表。

2. 并表要求对国有股东控制权行使的影响

国有股东领导的政绩所需强化了并表要求，而并表要求显著强化了国有股东的控制动机。笔者认为，这种过度控制导致混改企业决策效率下降，前文所述的 B 案例中，混改公司重大项目审批周期最长达 60 天，错失多个市场机会。同时，国有股东为维持并表资格，倾向于保留对企业的绝对控制，阻碍了民营资本优势的发挥。实证研究表明，当国有股东持股比例低于 50% 但通过协议控制掌握决策权时，混改企业的全要素生产率（TFP）平均下降 12.7%，而民营股东权益被稀释的概率增加 65%⁴。

（三）冲突产生的原因剖析

1. 制度层面的缺陷

现行法律法规对国有股东控制权边界缺乏明确界定。《企业国有资产法》仅规定国有股东需“依法行使出资人职责”的基本原则，并未作出限制性规定。在公司治理层面，《公司法》对表决权委托、一致行动人协议等新型控制方式的规范不足，导致国有股东可通过制度漏洞实现实质控制。此外，对民营股东权益保

⁴ 张文魁：《混合所有制改革中的控制权配置问题研究》，《经济研究》，2019 年第 8 期。

护的法律条款多为原则性规定，缺乏可操作性的救济机制。

2. 利益驱动因素

国有股东的业绩考核机制是冲突产生的重要诱因。当前，国有资本保值增值率、合并报表利润等财务指标在考核体系中占比超过 70%，促使国有股东为提升集团业绩而强化对混改企业的控制。同时，国有股东通过并表可实现资源集中调配，增强在行业内的话语权，这种利益驱动进一步加剧了控制权争夺。

3. 观念层面的问题

部分国有股东尚未完全转变“管控思维”，将混改企业视为国有资产的延伸，忽视民营股东的市场主体地位。部分国有股东代表有“国有资本必须掌握绝对控制权”类似观念，这种观念导致其在治理过程中过度强调“管资产”而非“管资本”，与混改的市场化导向背道而驰。

四、某大型国企混改案例实证分析

（一）案例背景介绍

笔者服务的某集团有限公司（以下称“集团”）是某区政府直属国有企业，为工业、商贸业投资服务平台，主要承担逐步搭建金控平台、为企业提供多元金融服务、筹组国有资本投资基金、重点投资战略性新兴产业、提升商贸市场运营效能、推动商贸业高质量发展等职能，致力于打造省内一流、国内领先的大型集团。集团目前主要从事商品市场园区、农贸市场等建设运营，金融服务、产业投资基金等投资业务，相关土地一级开发前期业务，以及其他与主业相关的生产经营业务。

2022 年，集团与两家民营股东通过新设公司的方式合资成立了某混改 A 公司。

（二）混改过程中控制权行使与边界冲突

1. 股权结构与控制权安排

混改后，A 公司股权结构呈现“40%国有股东+35%民营大股东+25%民营小股东”的格局。表面上看，集团不具备绝对控股地位，但公司《合资协议》规定：三方一致确认，公司经营业绩、财务数据等情况将合并并入集团财务报表。为实现上述并表目的，民营小股东同意将其 25%的表决权无条件且不可撤销地让渡给集团行使（即表决权为集团 65%、民营大股东 35%、民营小股东 0%），上述表决权让渡非经集团同意，民营小股东不可撤销或解除。如集团需民营小股东另行出具符合合并财务报表所需的文件（包括但不限于委托表决授权书或一致行动人协议等）或公司说明，两方民营股东均应积极配合。公司《章程》还规定：所有对外投资、金额 5 万元以上的交易等事项需经股东会三分之二以上表决权通过；董事会 5 名成员中，集团提名 3 名，董事会决议通过需达到三分之二，且董事长由集团推荐人选担任。这种安排使集团实际掌控了公司的决策权。

2. 国有股东控制权行使的具体行为

在人事任免方面，集团主导了公司总经理、财务总监等关键岗位的选拔，两方民营股东推荐的高管仅分管边缘业务。在经营决策层面，混改公司投资的几个重大项目中，基本都由集团单方面决策，涉及金额占总投资额的 90%以上。在集团的主导下，混改公司通过摘牌方式与集团下属子公司签订了《经营合作协议》，但是该项目实际经营情况与经营预期严重不匹配，导致集团下属子公司是实现了交易目标，但混改公司几近破产。

3. 边界冲突的表现与影响

集团的过度控制引发了严重的治理危机。民营股东多次以书面形式抗议集团

的决策独断行为。混改公司内部管理混乱，无法依托自身开展相关业务，亏损严重，混改公司面临破产。

（三）基于合并财务报表要求的实务分析

集团为提升集团整体财务指标，迫切希望将混改公司纳入合并报表。为此，在签订《合资协议》时进行了表决权的相关安排，将自身表决权提升至 65%，满足了会计准则中控制权认定标准。对集团而言，实施了合并报表后，集团将混改企业的经营成果纳入到了母公司财务体系，其营收、利润与规模通过合并报表计入母公司，在财务报表最终的结果呈现上，显著提升了集团的规模指标，表面上体现其在关键领域的影响力。对民营股东而言，实施并表后，国有股东进一步加强了管控，要求混改公司财务报表与集团保持高度一致，限制了企业的自主决策空间。例如，混改公司无法根据市场变化调整会计政策，导致财务信息失真。民营股东对混改公司的信心降至冰点，混改公司引发国资监管部门对集团的负面评价。

五、法律规制与“有限控制”治理模式构建

（一）现有法律规制的不足与完善建议

1. 现有法律对国有股东控制权的规制

我国现行法律对国有股东控制权的规制主要体现在《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》《企业国有资产监督管理暂行条例》及相关配套文件中。《公司法》规定股东按出资比例行使表决权，但未对表决权委托、一致行动人协议的适用范围和限制条件作出详细规定。《企业国有资产法》强调国有股东需履行出资人职责，但缺乏对“过度控制”的界定标准和法律责任追究机制。《企业国有资产监督管理暂行条例》也仅仅强调“企业国有资产属于国家

所有”，进一步落实了具体的监管主体与义务。2023 年 6 月颁布的部门规范性文件《国有企业参股管理暂行办法》更是仅仅局限于“参股是指国有企业在所投资企业持股比例不超过 50% 且不具有实际控制力的股权投资”，也未对“不具有实际控制力”的概念作出进一步的阐释与认定。

2. 法律规制存在的问题与建议

当前法律体系存在三大缺陷：一是控制权认定标准滞后于实践，无法有效约束新型控制手段；二是对民营股东权益保护不足，缺乏具体的救济措施；三是法律责任条款模糊，导致国有股东违规成本较低，事实上也没有有效的监管与追责。无论是国有股东还是民营股东，笔者有四个建议：第一，时限设置。在《合资协议》或公司章程中明确规定表决权委托的最长时限，如不超过 3 年，在充分尊重国有股东的核心诉求的情况下设置“解绑机制”；第二，制度备案。将表决权委托或一致行动人协议向监管部门进行备案；第三，国有股东应当制定《混合所有制治理指引》等，细化国有股东与民营股东的权利义务边界，建立差异化的决策机制；事实上，笔者已协助所服务的某国有企业成功出台《混合所有制企业监管指引》；第四，强化法律责任追究，对国有股东滥用控制权损害民营股东权益的行为，赋予民营股东直接诉讼权，并设置惩罚性赔偿制度。

（二）“有限控制”治理模式的提出与设计

1. “有限控制”治理模式的内涵

“有限控制”治理模式以“股权比例为基础、实际影响力为补充”构建控制权认定标准。该模式强调国有股东控制权行使需与股权比例相匹配，同时引入“影响力评估指标”，包括业务资源贡献度、配套支持（税收优惠、人才支持、基金投资等）贡献度等，对国有股东的非股权控制进行量化约束。例如，若国有股东

在行业准入、政策支持等方面提供关键资源，可适当提升其控制权权重，但不得超过股权比例的 1.5 倍或设置一定的上限。差异化表决机制的设计应遵循‘权责对等’原则：对战略决策（如并购）可赋予国有股东更高权重，但对经营性决策（如采购）必须保障经营层的自主权⁵。

2. 治理模式的具体设计

在公司章程层面，需明确三大机制：一是差异化决策机制，对一般性经营决策（如日常采购、员工招聘）在制度设计完备的情况下充分赋予经营管理层相关权利，或采用简单表决权（如直接按持股比例表决）；重大决策（如战略转型、并购重组）采用“股权比例+影响力权重”的复合表决机制；二是动态调整机制，每年度对国有股东的影响力指标进行评估，根据评估结果调整其决策权限；契约不完全性使国有股东更倾向于保留‘一票否决权’，而民营股东则要求‘动态调整机制’。成功的混改案例中，72%的企业通过公司章程明确界定了‘重大事项清单’⁶。三是委外咨询机制，针对双方有争议的事项，可聘任专业第三方如咨询机构、审计机构、律师事务所进行评估并出具专业意见。混合所有制的核心矛盾在于：国有资本追求政治安全性与民营资本追求市场逐利性的冲突。若不能通过公司章程明确‘谁主导经营、谁承担风险’，混改终将流于形式⁷。

3. 公司章程中明确国有股东权限边界的要点

（1）重大事项决策权的划分

将重大事项分为战略类、财务类、人事类三类。战略类事项（如主营业务变

⁵ 王保树：《轮股东表决权：以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社，2005 年 6 月第 1 版，第 178 页。

⁶ 王永钦：《混合所有制改革中的契约不完全性与控制权争夺》，《中国工业经济》，2021 年第 3 期。

⁷ 张维迎：《企业理论与中国企业改革》，上海人民出版社，2015 年第 1 版，第 155 页。

更、重大对外投资、借款担保等）需经股东会三分之二以上表决权通过，可以将国有股东受托部分表决权或权重计入表决结果；财务类事项（如年度预算、利润分配）采用股权比例表决制，但国有股东可以拥有一票否决权；人事类事项（如总经理任命）由董事会聘任，国有股东充分尊重民营股东的决策经营权。

（2）人事任免权的补充

建立“提名 - 考核 - 监督”三位一体的人事管理机制。民营股东委派或聘任的高管需通过市场化选聘程序，并接受董事会考核；设立独立薪酬委员会，由双方股东参与制定高级管理人员薪酬方案；建立定期述职制度，高级管理人员需向股东会或董事会汇报工作，接受全体股东或董事的监督。

（3）监督与制衡机制的建立

构建“内部监督+外部监督”双重体系。内部设立监事会或审计委员会，监事会主席由民营股东推荐人选担任，且监事中民营股东代表比例不低于 40%；外部引入第三方审计机构，对公司财务状况、关联交易进行年度审计，并将审计结果向全体股东公开。同时，建立国有股东行为负面清单，明确禁止事项，如不得强制混改企业承接关联方业务等。

六、结语与展望

（一）结语

本文通过理论分析与案例实证，一定程度上揭示了混改企业中国有股东控制权行使边界之所以存在冲突的根源，是在于“形式混改、实质管控”。国有股东为了满足合并财务报表要求进而实现美化财务报表，通过非股权手段过度追求控制权，导致民营股东权益受损，企业治理效率低下、创新动能不足。针对这一问题，本文提出“有限控制”的治理模式，通过重构控制权认定标准、完善国有股

东与民营股东权利义务对等机制，为破解混改困境提供了可行路径。

（二）不足与展望

本研究存在着两方面的局限性与不足：研究案例不够广泛，可能会对研究结论的代表性产生制约，下一步应在扩大样本的基础上展开更多案例研究；“有限控制”的公司治理量化指标体系有待进一步完善，可以探索使用大数据分析手段，进行一个实时的分析评价，而后期的研究也可以分别以行业领域或者股权结构为切入点深入分析进行研究，进一步完善混合所有制公司的治理研究。

代某某诉某资产公司等企业减资纠纷案

【本案系 2024 年度四川法院商事审判十大典型案例之一】

基本案情

2019 年 7 月，某盐帮公司经股东会决议各股东认缴注册资本 1 亿元，股东为某资产公司、某农业公司、某餐饮管理公司等七名股东。2019 年 12 月 2 日，代某某以其与某盐帮公司之间的《合伙协议》无法履行为由诉至法院，请求某盐帮公司向其退还已支付的 160 万元投资款。诉讼中，某盐帮公司否认其与代某某存在《合伙协议》，并抗辩其未追认夏某某以某盐帮公司名义与代某某签订的《合伙协议》，其不应承担投资款返还责任。2020 年 1 月 8 日，某盐帮公司形成股东会决议，将公司注册资本从 1 亿元减少为 600 万元，并就各股东的减资金额予以明确。2020 年 1 月 10 日，某盐帮公司在当地日报刊发减资公告。2020 年 3 月 5 日，某盐帮公司完成减资及股东变更登记。2021 年 3 月 31 日，生效判决认定某盐帮公司应退还代某某投资款 160 万元。后代某某申请执行，执行到位 224601 元。代某某遂以某盐帮公司各股东存在违法减资为由提起本案诉讼，请求各股东在违法减资范围内就其未获某盐帮公司清偿部分承担补充赔偿责任。

裁判结果

四川省高级人民法院认为，根据《中华人民共和国公司法》（2018 年修正）的规定，公司减资须经股东会决议、编制资产负债表、通知债权人、清偿债务或者提供担保，但对公司履行通知义务的债权人范围未予明确界定。在某盐帮公司股东会决议减资时，代某某与某盐帮公司的合伙协议纠纷正在人民法院审理过程中，即代某某对某盐帮公司是否享有债权存在争议。某盐帮公司在此期间减资，

实质上减少了某盐帮公司的责任财产，存在损害公司债权人利益的或然性，故代某某应当认定为公司履行法定通知义务的债权人。某盐帮公司在未依法通知代某某的情况下减资，构成违法减资，各股东应当在违法减资范围内就公司债务不能清偿部分对代某某承担补充赔偿责任。据此，判决各股东在违法减资范围内就代某某未获清偿部分承担补充赔偿责任。

典型意义

本案系公司违法减资股东责任认定的典型案例，焦点为公司决议减资时应当履行通知义务的债权人范围是否包含尚有争议的债权人。公司资本是公司独立享有法人人格的基础，也是公司对外经营活动的信用基础。公司减资应当依法通知债权人，该债权人的范围不仅包括公司股东会作出减资决议时已确定的债权人，还包括尚有争议的债权人。即使债权未届清偿期或者尚有争议，并不影响债权人身份的认定。新公司法自 2024 年 7 月 1 日起施行，本案对过渡期内引导公司规范减资、诚信经营，平衡保护股东利益和公司债权人权益具有示范意义。

某投资公司与某传媒公司股权转让合同纠纷案

【本案系广东法院 2024 年度商事金融十大案例之一】

基本案情

2003 年，某投资公司收购某传媒公司持有的某上市公司股份 5471 万股，总价款 2.5 亿元。双方另签订《代持股协议》，约定其中 2700 万股由传媒公司代投资公司持有。此后，上市公司经历了股权分置改革，于 2013 年 2 月 8 日恢复上市。因案涉股份存在限售期，2016 年 2 月 8 日才恢复流通交易。2016 年 8 月 25 日，投资公司起诉请求传媒公司返还其代持的股票及孳息，并获得了胜诉判决。2020 年 1 月 7 日，经强制执行，股票被过户至投资公司名下。2016 年 8 月 25 日，上市公司股票收盘价 36.16 元/股。后因中止发行新股、被证监会调查等原因，上市公司股价下跌，2020 年 1 月 7 日收盘价为 12.28 元/股。投资公司起诉传媒公司，请求判令传媒公司按照股票价差赔偿因违反股份代持约定造成的损失 1.1 亿元。

裁判结果

广东省高级人民法院生效判决认为，股票是高度流通物，股价涨跌难以预测，以股票在价格最高位时卖出的获利确定可得利益范围的观点，属于事后判断，不具有合理性。本案中，投资公司已经通过委托管理层参与上市公司经营管理，案涉股票价格下跌主要是因为公司重组终止、经营不善、信息披露违规、阻碍证券执法等因素，与投资公司行使股东权利具有更强的因果关系，属于股东的投资风险，传媒公司迟延过户与股票价格下跌之间不具有法律上的因果关系。迟延过户本质上是无权占有案涉股票的经济利益，占有的股票价值、占有的时长应作为衡

量过错程度、损失责任的主要因素，违约方对此亦应有合理预见。因此，本案应以投资公司起诉请求传媒公司返还股票的应诉通知书送达之日计算传媒公司占有的股票价值和时间起点，按贷款利率计算至股票返还之日期间的损失，故判决传媒公司向投资公司赔偿损失 3999.72 万元。

法官释法

由于迟延过户导致股票未能在股价较高时卖出而应以股票价差计算损失的观点，系从结果倒推交易的合理性，采取最佳交易行为时可获得的收益为标准界定损失。股票是高度流通物，价格变化与市场环境、个股因素等因素相关，时刻处于变动之中，何时是股价高位、应当在何时卖出，任何人均难以预见。迟延过户与股票价格下跌之间无因果关系时，尤其是本案权利人已委派管理层参与上市公司经营，以价差法确定损失不具有合理性，亦不符合违约责任的因果关系要件和可预见性规则。此外，当股价未下跌反而上涨时，依照股票价格表现并未出现损失，违约行为将逃脱违约责任的制裁。同样的行为因股价走势不同而法律责任差距悬殊，不符合“相似行为相同处理”的法理。

一般而言，迟延过户股票的本质是对股票经济利益的无权占有。由于代持人迟延过户股票，导致股票长期无法变现，权利人无法享有获取股票变现资金所带来的经济利益，该损失与迟延过户行为之间具有因果关系。依据占有股票价值、时长、结合权利人与代持人的过错与应承担的风险计算无权占有股票经济利益造成的损失，具有法理基础，亦属双方当事人可预见的范围，能够确立主客观相一致的责任范围，符合损失认定的可预见性要求。本案的裁判思路为妨害证券交易自由造成的损失认定规则进行了有益探索，具有典型性。